

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 15620111151958

UDC \_\_\_\_\_

廈門大學

硕 士 学 位 论 文

我国 A 股市场投资者过度自信行为研究

—基于个人投资者和机构投资者的比较

Research on Overconfidence in A-Share Market Based on  
Comparison between Individual and Institutional Investors

孔 涛

指导教师姓名: 何 孝 星 教 授

专 业 名 称: 投 资 学

论文提交日期: 2014 年 3 月

论文答辩日期: 2014 年 月

学位授予日期: 2014 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2014 年 月

# 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

## 摘 要

本文主要从个人投资者和机构投资者比较分析的视角研究我国 A 股市场投资者的过度自信行为。本文在 Gevais 和 Odean (2001) 以及 STV (2006) 等学者的研究基础上研究认为, 过度自信使投资者将高市场收益率归功于其优秀的投资能力以及私人信息从而带来更多的市场交易, 并在理论研究基础上采用实证分析的方法进行多角度对比研究。在实证研究方面, 本文以 2004 年 7 月至 2013 年 6 月我国 A 股市场的股票为样本, 利用机构持股比例高低、流通市值以及换手率等指标构建投资组合以体现个人投资者和机构投资者的投资行为, 综合采用似不相关回归估计模型和格兰杰因果检验, 验证我国 A 股市场个人投资者和机构投资者的过度自信差异以及在金融危机前后、牛市熊市状态下的差异, 并根据研究结论提出相应的政策建议。

本文通过理论和实证研究得到如下结论: (1) 不论个人投资者还是机构投资者在我国 A 股市场都存在显著的过度自信行为; (2) 总体来看, 个人投资者和机构投资者在我国 A 股市场的过度自信行为不存在显著差异; (3) 在金融危机前大盘股的交易中, 个人投资者比机构投资者过度自信程度更高, 中小盘股交易中两类投资者不存在显著差异; (4) 个人投资者和机构投资者各自在牛市和熊市的 market 状态下过度自信累积程度没有显著差异, 但是在牛市状态下个人投资者比机构投资者的过度自信偏差程度更高, 而在熊市状态下部分投资组合中机构投资者比个人投资者更过度自信。

**关键词:** 过度自信偏差差异; 机构投资者; 个人投资者

## ABSTRACT

This paper focuses on the overconfidence behavior from the perspective of the comparison between individual investors and institutional investors in A-share market. Based on Gevairs and Odean (2001), and STV (2006), this research believes that the overconfidence make the investors contribute the high market return to excellent investment and private information so as to bring more turnover. This paper conducts the empirical study to contrast research from multiple perspectives on the basis of theoretical research. In empirical analysis, this paper which takes A-share stocks in July 2004 to June 2013 as samples utilize the proportion of institutional ownership, current market and turnover to build portfolios for reflecting the investment behavior of individual investors and institutional investors. This paper integrates with unrelated regression estimation model and multivariate granger causality test to verify the difference between individual investors and institutional investors. Furthermore, differences of overconfidence bias caused by the financial crisis bull & bear market conditions are tested in this model. In addition, we put forward the corresponding policy recommendations according to the research conclusion.

This paper comes to the following conclusions: I. The A-share market have significant overconfidence behavior regardless of individual investors and institutional investors. II. In A-share market, overconfidence behaviors of individual investors and institutional investors have no significant difference. III. Before the financial crisis, individual investors are more overconfidence than institutional investors in large-sized portfolios, otherwise, the overconfidence bias in the two types of investors don't have significant difference in small-sized portfolios. IV. The cumulative overconfidence levels of both individual and institutional investors did not differ significantly. However, in bull market condition, overconfidence bias of individual investors is higher than institutional investors, and the performance in bear market expresses opposite in several portfolios.

**Key Words:** Overconfidence; Individual Investors; Institutional Investors

# 目 录

<b>第一章 绪论</b> .....	1
第一节 研究背景和意义 .....	1
第二节 研究思路和研究方法 .....	2
<b>第二章 投资者过度自信理论研究文献综述</b> .....	4
第一节 理论概述 .....	4
第二节 国外研究文献综述 .....	4
第三节 国内研究文献综述 .....	8
第四节 文献综述小结与本文贡献 .....	10
<b>第三章 研究样本及数据分析处理</b> .....	11
第一节 研究样本 .....	11
第二节 数据处理 .....	14
第三节 数据统计分析 .....	17
<b>第四章 投资者过度自信研究设计</b> .....	20
第一节 投资者过度自信的实证研究 .....	20
第二节 投资者过度自信偏差的比较研究 .....	22
第三节 金融危机对投资者过度自信偏差影响的比较研究 .....	24
第四节 牛市和熊市状态与投资者过度自信偏差的比较研究 .....	27
<b>第五章 投资者过度自信比较研究实证结果及分析</b> .....	31
第一节 投资者过度自信的实证分析 .....	31
第二节 投资者过度自信偏差的对比实证分析 .....	34
第三节 金融危机对投资者过度自信偏差影响的实证分析 .....	38
第四节 牛市和熊市状态与投资者过度自信偏差的实证分析 .....	43
第五节 稳健性检验 .....	46
<b>第六章 研究结论和政策建议</b> .....	50
第一节 研究结论 .....	50
第二节 政策建议 .....	53

第三节 研究不足及后续研究展望 .....	54
参考文献 .....	55
附 录 .....	59
致谢语 .....	68

厦门大学博硕士论文摘要库

# CONTENTS

<b>1. Introduction.</b>	<b>1</b>
1.1 Research Background and Significance.	1
1.2 Research Methods	2
<b>2. Litration Review on Overconfidence.</b>	<b>4</b>
2.1 Introduction to Overconfidence Theory	4
2.2 Foreign Literature Review on Overconfidence Theory.	4
2.3 Domestic Literature Review on Overconfidence Theory	8
2.4 Comments and Improvements of This Paper	10
<b>3. Samples and Data Analysis</b>	<b>11</b>
3.1 Samples	11
3.2 Preliminary Data Processing.	14
3.3 Preliminary statistics and Analysis of Samples.	17
<b>4. Research Design.</b>	<b>20</b>
4.1 Research Design on Investors Overconfidence	20
4.2 Research Design on Difference of Overconfidence between Individual and Institutional.	22
4.3 Research Design on the Financial Crisis and Overconfidence Bias	24
4.4 Research Design on the Bull & Bear Market and Overconfidence Bias.	27
<b>5. Empirical Results and Analysis</b>	<b>31</b>
5.1 Empirical Analysis on Investors Overconfidence	31
5.2 Empirical Analysis on Difference of Overconfidence between Individual and Institutional.	34
5.3 Empirical Analysis on the Financial Crisis and Overconfidence Bias	38
5.4 Empirical Analysis on the Bull & Bear Market and Overconfidence Bias	43
5.5 Robustness Test	46
<b>6. Conclusion and Implication.</b>	<b>50</b>



<b>6.1 Conclusion</b> .....	50
<b>6.2 Policy Recommendation</b> .....	53
<b>6.3 Limitation of Research and Prospect</b> .....	54
<b>References</b> .....	55
<b>Appendix</b> .....	59
<b>Postscript</b> .....	68

厦门大学博硕士论文摘要库

## 第一章 绪论

### 第一节 研究背景和意义

#### 一、研究背景

理性人假设即经济决策主体是理性的以追求自身利益最大化为目的是经典金融学理论的基础。上世纪八十年代开始,学者们通过经验研究发现了包括交易量之谜、波动率之谜、短期动量现象以及长期反转效应等难以被以理性人假设为基础的传统金融理论所解释的金融异象。随后,学者们将金融学理论和社会学、心理学相结合,放宽理性人假设至有限理性假设,建立了更符合现实经济人有限理性和认知偏差的行为金融学理论。其中,行为金融学中一个重要理论假设过度自信理论能够有效解释上述金融异象。

我国 A 股市场发展已逾二十年,市场总市值和总成交量排名全球股票市场前列。据世界交易所联合会数据,2013 年年末沪深两市股票市场市值分别为 2.50 万亿美元和 1.45 万亿美元,在全球股票交易所中排名第六和第十;2013 年沪深两市成交金额分别为 3.73 万亿美元和 3.86 万亿美元,在全球股票交易所中排名第四和第五。但从市场制度建设和投资者教育来看,我国 A 股市场成熟度显著低于欧美发达国家的股票市场,其中重要表现就是高换手率和高波动性,2013 年我国沪深两市月均换手率分别为 148.43%和 290.84%,远高于纽交所和纳斯达克的 52.50%和港交所的 43.56%。我国学术界对股票市场高换手率的主流解释是投机行为,投机诱导因素除了市场制度不完善外主要是因为投资者行为,而投资者过度自信对投资者行为产生重要影响。

#### 二、研究意义

过度自信理论作为行为金融学重要研究领域目前已日趋成熟,投资者过度自信也成为很多行为金融学理论模型中重要假设,但在已有文献研究中主要集中于市场总体过度自信或者某类投资者过度自信的研究,少有文献对个人投资者和机构投资者的过度自信偏差进行实证分析,而部分行为金融学领域研究直接假设机构投资者比个人投资者更理性。

本文通过投资行为对比分析探讨了个人投资者和机构投资者在过度自信偏差反面的差异,能够提高两类投资者和市场监管部门对股票市场非理性投资行为的理解。一方面,通过对个人和机构投资者过度自信对比分析以及在不同市场状态下的差异分析,能提高市场参与者对投资者行为的理解,调整投资者非理性投资策略;另一方面,本文研究为市场监管部门制定相关市场规则以及投资者教育提供了理论基础,有助于通过合理引导培养理性的投资理念,以提高市场有效性并完善资本市场体系。

## 第二节 研究思路和研究方法

### 一、研究思路

本文通过理论分析和实证分析,并以市场收益率与投资组合交易量因果关系为切入点,通过从 2004 年 7 月至 2013 年 6 月期间我国 A 股市场股票的机构持股比例高低设计不同投资组合以分别代表机构投资者和个人投资者的投资行为,对个人投资者和机构投资者的过度自信偏差进行对比研究,检验过度自信偏差的存在性以及不同市场状态下的差异,并在此基础上提出合理的政策建议。本文的研究思路如下:

第一章 绪论。本部分主要包含本文研究的背景和意义,以及本文在研究中采用的思路和方法。

第二章 文献综述。本部分回顾了国内外知名学者对过度自信理论与交易量、波动率、短期动量与长期反转之间关系的研究现状,并总结和评述已有研究,为下文实证研究提供理论支撑。

第三章 研究样本及数据分析处理。本章首先描述研究样本的选取方法,再阐述研究样本投资组合的构建方法,最后分析实证分析中指标选取方法并对样本数据进行初步分析处理。

第四章 投资者过度自信比较研究设计。本部分主要介绍本文的实证研究模型的设计,包括投资者过度自信实证研究、投资者过度自信偏差比较研究、金融危机对投资者过度自信偏差影响研究、牛熊市状态下投资者过度自信差异性研究等多个模型。

第五章 投资者过度自信比较研究实证结果及分析。本部分根据第四章设计的实证研究模型对个人投资者和机构投资者的过度自信偏差进行实证分析,并对实证结果进行深入分析解释。

第六章 研究结论和政策建议。该章对投资者过度自信理论研究和实证研究进行总结性分析,归纳出我国 A 股市场投资者过度自信的研究结论,并在此基础上提出合理的政策建议。此外,本章还指出本文在研究中存在的不足之处以及该领域未来研究展望。

## 二、研究方法

本文采用了实证分析为主规范分析为辅的方法,对我国 A 股市场投资者过度自信进行了对比研究,并分析了不同市场状态下投资者过度自信偏差是否存在差异。

(1) 文献分析法。本文对国内外知名学者就投资者过度自信理论基础、过度自信与交易量因果关系、过度自信与波动率和收益率等研究进行了系统的归纳总结,为实证分析提供了理论支撑。

(2) 描述性统计分析方法。本文采用所有样本股票构建了多个投资组合以代替不同类型投资者的投资行为,通过描述性统计分析方法对我国 A 股市场上个人投资者和机构投资者的所持股票流通市值、换手率、收益率等差异化指标进行了描述性统计分析。

(3) 实证研究方法。本文设计了实证分析框架验证投资者的过度自信偏差,并采用 SUR 方法估计实证分析模型,通过 Wald 检验和二元格兰杰因果检验对投资者过度自信存在性、不同投资者过度自信差异性、不同市场状态过度自信差异性等多个假设进行了验证。

## 第二章 文献综述

### 第一节 理论概述

长期以来，金融经济学家用传统的经典理论无法解释证券市场中的金融异象，包括证券收益率的短期动能和长期反转、交易量之谜、波动率之谜以及投资者不合理的风险承担等金融异象。二十世纪九十年代，经济学家在行为金融学领域提出过度自信理论，一定程度上解释了上述金融异象。

行为金融学理论认为，投资者在投资活动中常常高估自己的能力和知识，从而具有过度自信的认知偏差，过度自信投资者往往具有两个方面的特征：首先，投资者往往自信的认为其掌握了相对于其他投资者更准确的市场信息，从而高估信息的准确程度；其次，投资者常常高估了对证券价值和波动率的认知，从而高估其预估股票的内在价值，而低估其预估股票价格的误差方差。投资者过度自信导致的过度自信偏差和归因偏差一定程度上能引起会引起交易量增大、波动率提高、收益率短期过度反应和长期回归。

### 第二节 国外研究文献综述

#### 一、过度自信与“交易量之谜”

在传统经典的理论框架下，股票市场的交易量远高于市场合理的可解释范围，以套利、获取流动性等为目的的交易理论仅能解释小部分的股票市场交易行为，而无法解释股票市场中大量的实际股票交易行为。而过度自信理论是股票市场过度交易量的很好解释，该理论认为过度自信投资者会产生更多的交易，过度自信作用于证券市场的结果是“交易量之谜”。

Odean（1998a）、Gavais 和 Odean（2001）建立多期动态学习模型研究过度自信与交易量的关系，研究表明过度自信使投资者将其从市场投资中获得高收益归功于其优秀的股票选择能力，而投资者的过度自信会带来更多的市场交易。该模型证明了高市场收益率产生滞后的高交易量，低市场收益率产生滞后的低交易量，然而在市场收益率和滞后交易行为具体时间关联性领域留下了理论空白。此

外, Daniel、Hirshleifer 和 Subrahmanyam (2001)、Gavais 和 Odean (2001) 研究认为当市场处于牛市阶段时投资者的过度自信更强其更显著。

Statman、Thorley 和 Vorkink (2006) 建立 VAR 模型和脉冲响应函数研究过度自信与交易量, 研究表明投资者因其对股票估值和交易能力过度自信而更频繁交易, 从而解释“交易量之谜”。Statman、Thorley 和 Vorkink (2006) 运用纽约证券交易所、美国证券交易所从 1962 年至 2002 年的月度市场交易数据研究认为, 在市场获得高收益之后, 股票市场的总体换手率在几个月内会显著提高; 在加入单只股票时间序列的 VAR 模型和脉冲响应函数中, 即使模型包含了单只股票收益率, 市场收益率对该股票的换手率也产生显著影响。

Chuang 和 Lee (2006) 研究认为市场收益(损失)使得过度自信投资者在随后时间段内更加(更少)激进的交易。Chuang 和 Lee (2006) 选取纽约证券交易所、美国证券交易所从 1963 年至 2001 年的周度市场交易数据, 运用 SUR (Seemingly Unrelated Regression, 似无关回归) 模型对风险资产组合的换手率、市场收益率进行二元格兰杰因果检验, 结果显示市场收益率是风险资产组合换手率的格兰杰原因, 而风险资产组合换手率不是市场收益率的格兰杰原因。同时, 他们的还对牛市和熊市中投资者过度自信进行了比较研究, 研究发现牛市和熊市中投资者都存在过度自信偏差, 但牛市的过度自信偏差强于熊市。

## 二、过度自信与波动性之谜

过度自信理论认为, 过度自信投资者除了对市场交易量产生影响以外, 还会引起市场的剧烈波动。Shiller(1981)等学者通过大量实证研究发现, 股票市场价格的波动率远高于有效市场假说框架下的理论范围。

Benos (1998) 研究认为过度自信投资者增加了市场的深度和信息量, 提高了市场交易量和市场波动率。Benos 引入投资者的交易行为特征建立包含三种不同投资者的交易模型, 由于过度自信投资者高估其掌握的有价值信息, 相对于其他投资者相对保守的审慎交易策略, 过度自信投资者能引导价格短时间大幅波动。此外, Benos 还发现过度自信投资者凭借“先行者优势”比其他类型投资者获取更高的收益率。

Gavais 和 Odean (2001) 通过建立多期动态学习模型研究认为, 过度自信投资者在 T 期预测成功次数越多, 在 T 期末的 T+1 期波动率的条件期望也越大,

即过度自信投资者行为与事件相符的成功概率与波动率正相关。Chuang 和 Lee (2006) 对纽约证券交易所和美国证券交易所的股票市场进行实证研究, 他们将交易量区分为过度交易量和非过度交易量, 并将两类交易量纳入到 GARCH 模型下的条件方差方程组中, 实证结果表明投资者因过度自信而增加的过度交易量一定程度推高了市场的波动率。

### 三、过度自信与短期动量和长期反转

Jegadeesh 和 Titman(1993、2001)等学者研究中发现, 股票市场存在短期收益率的动量效应, 这是资产定价领域中难以解释的异象; De Bondt、Thaler(1985、1987)等学者在研究股票市场过度反应时发现了收益率的长期反转现象, 传统的经典理论难以解释以上两个金融异象。

Daniel、Hirshleifer 和 Subrahmanyam (2001) 在建立模型 (DHS 模型) 研究认为, 投资者在投资决策中存在过度自信偏差和归因偏差。当投资者存在过度自信偏差时, 其会高估私人信息且忽略公共信息, 因此在投资交易行为中对私人信息的反应程度高于公众信息; 存在归因偏差的投资者往往高估自身的预测能力而低估其预测误差, 投资者将符合预期的事件归因于自身预测能力同时增加投资者的过度自信, 将不符合预期的时间归因于外部的噪声而过度自信程度并未同等程度减少。

一方面, 投资者因过度自信对私人信息和公共信息的不对称反应导致了股票收益率的短期动量和长期反转; 另一方面, 投资者的归因偏差不仅导致了短期动量和长期反转, 还增加投资者过度自信的程度。Odean (1998)、Daniel(1998) 在相关研究中也得到了相似的结论。

Cooper、Gutierrez 和 Hameed(2004)结合 Daniel 等(1998)以及 Gervais 和 Odean (2001) 的行为金融学理论研究认为在上涨市场中 (Up-markets), 市场收益加强了投资者的过度自信, 从而在短期会产生更大的动量, 市场价格的过度反应长期中会在信息的确认中被纠正, 即出现长期反转现象。因此, Cooper 等 (2004) 认为膨胀的过度自信会加剧短期动量和长期反转现象。

#### 四、个人投资者和机构投资者过度自信比较研究

很多实证研究发现过度自信是个人投资者过度交易和投机交易的重要原因，如 Odean (1999)、Barber 和 Odean (2000) 发现美国股票市场中通过经纪人交易的个人投资者对其私有信息过度自信而过度投机交易，Barber 和 Odean (2002) 随后的研究发现网上交易的个人投资者比通过经纪人交易的个人投资者更加过度自信、交易更加频繁而且投资，但收益率却更低。

Barber、Lee、Liu 和 Odean (2009) 运用台湾投资者的交易数据研究发现 1995 年至 1999 年台湾股票市场的年换手率高达 300% (是同期美国股票市场换手率的 2-3 倍)，而过度自信是导致高换手率的重要原因。在样本研究时间段内，个人投资者总体投资组合平均每年亏损 3.8%，而这些亏损源于个人投资者过度自信产生的过度投机交易；相反，他们对机构投资者的研究却发现其激进和消极的交易策略都能获得超额回报，由于过度自信能够提升 1.5% 的年超额回报率。但 Barber 等 (2009) 的研究仍不能衡量个人投资者和机构投资者的过度自信程度。

Chuang 和 Susmel (2011) 研究了台湾股票市场中个人投资者和机构投资者的交易行为，以比较两者的过度自信程度。在 Gevrais 和 Odean (2001) 的过度自信交易理论下，Chuang 和 Sumel (2011) 运用 SUR 模型进行实证检验证明，所有投资组合交易量与历史市场收益率存在因果关系，而机构持股比例低的投资组合比机构持股比例高的投资组合中的这种因果关系更加强烈，因此市场收益促使个人投资者比机构投资者交易更加激进。同时，他们在行为金融学条件框架理论下，在 Chuang 和 Lee (2006) 的研究基础上进行扩展，分析投资者在不同市场状态、市场波动率、股票风险偏好下的交易行为。Chuang 和 Susmel (2011) 研究发现：(1) 相较于熊市状态、低动量市场状态和市场下跌状态，在牛市状态、高动量市场状态以及市场上涨阶段，个人投资者和机构投资者在获得市场收益后都会更加激进的交易；(2) 相较于在高波动率市场，低波动率市场中的个人投资者和机构投资者在获得市场收益后都会更激进的交易；(3) 对于高风险证券，个人投资在获取市场收益后会低估风险而比机构投资者更加积极的交易高风险证券，其交易的收益率也会低于机构投资者，即个人投资者的过度自信程度会高于机构投资者。因此，Chuang 和 Susmel (2011) 认为台湾股票市场中个人投资者比机构投资者的过度自信程度更高。



Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”. Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库